

¿Qué es la NUEVA ECONOMÍA MONETARISTA?

JUAN AQUINO* Y MARCO VEGA**

La nueva economía monetarista (NEM) concibe el dinero como resultante del proceso por el cual los agentes económicos intercambian bienes y activos. Esta teoría no sólo estudia los efectos del dinero sobre la economía y aborda temas en banca, sistema de pagos, mercados de activos, entre otros; sino que hace explícito el rol del dinero como medio de intercambio.

* Washington University in Saint Louis.
juan.aquino@go.wustl.edu

** Subgerente de Investigación Económica del BCRP.
marco.vega@bcrp.gob.pe

La Nueva Economía Monetarista (NEM) es una teoría que surge a partir de Lagos y Wright (2005), pero son Williamson y Wright (2010a, 2010b), donde aparece por primera vez el término NEM. En esencia, el estudio de Lagos y Wright critica las teorías del dinero que sirven de soporte para estudiar política monetaria porque arguye que el dinero en estos modelos se introduce de manera inapropiada. En dichos modelos se incorpora el dinero, por ejemplo, a través de una función de utilidad como si el dinero fuese un bien de consumo o se impone una restricción por medio del cual los agentes necesitan mantener sumas de dinero para poder realizar transacciones, pero donde el proceso mismo de transacciones no está modelado.

La teoría NEM en cambio modela en detalle el proceso por el cual los agentes económicos realizan transacciones (intercambio de bienes) y cómo, en este marco de análisis, surge de manera natural el dinero. Lagos y Wright demuestran que bajo ciertas condiciones, este modelo puede ser llevado a un contexto más amplio que permita hacer análisis de política monetaria.

Al contrario de la teoría monetarista clásica, los fundamentos microeconómicos importan en el análisis de economías monetarias y de discusión de política y a diferencia del nuevo keynesianismo, la incorporación del dinero importa. Específicamente, la modelación explícita de las fricciones que generan un rol para el dinero contribuye a cuantificar los costos de la inflación sobre la economía.

NUEVO MONETARISMO Y MONETARISMO CLÁSICO

La NEM dista de los argumentos formulados por Milton Friedman décadas atrás. El monetarismo clásico posee una serie de rasgos distintivos. Primero, para los monetaristas, el dinero es cualquier objeto usado como medio de intercambio. Segundo, la teoría cuantitativa del dinero de Friedman es fundamental en tanto existe una demanda por dinero que se mantiene empíricamente estable con respecto a unas pocas variables. Desde este punto de vista, la política monetaria es entendida como el proceso de determinación de la oferta de dinero en circulación, y la política monetaria óptima involucra minimizar la variabilidad en la tasa de crecimiento de algún agregado monetario.

El monetarismo clásico se preocupa esencialmente por aspectos de largo plazo como los costos de la inflación y su incertidumbre (desde una perspectiva de bienestar) en lugar de prestar atención a los ciclos económicos. Desde este punto de vista, el dinero puede no ser neutral en el corto plazo, pero intentar explotar una curva de Phillips solo empeora las cosas, debido en parte a los rezagos largos y variables con que actúa la política monetaria.

La NEM hace explícito el rol de dinero como medio de intercambio

Estos rasgos del monetarismo clásico contrastan con los postulados de la NEM que sostiene que los monetaristas, al ignorar elementos clave de la teoría económica, proponen prescripciones de política con serias falencias. Adicionalmente, para la NEM la política fiscal resulta crítica para entender los efectos de la política monetaria. Por ejemplo, en Williamson (2012), bajo una política fiscal en la cual el gobierno fija un ratio de déficit positivo a perpetuidad y recauda los impuestos necesarios en cada período para pagar los intereses, el banco central no puede elegir el ratio de circulante a deuda pública y la tasa de crecimiento del circulante de manera independiente. Esta proposición guarda consistencia con los postulados de Sargent y Wallace (1981).

Como ejemplo de la discrepancia entre la NEM y el monetarismo clásico, considérese la percepción sobre el rol de los intermediarios financieros y la interacción de estas entidades con el Banco Central. Friedman (1960) proponía la imposición de un requerimiento de encaje del orden del 100 por ciento sobre los depósitos a la vista. Su argumento se basaba en la premisa de que el control de la oferta monetaria por parte del Banco Central era clave para controlar el nivel de precios. Debido a que, por un lado, las cuentas corrientes de los bancos forman parte de lo que él entendía por dinero y, por otro lado, el multiplicador monetario estaba sujeto a incertidumbre, incluso si se pudiera controlar perfectamente el saldo de dinero externo, el saldo de dinero interno oscilaría a menos que se imponga un encaje del 100 por ciento. Por tanto, los monetaristas clásicos entendían este nivel de encaje como deseable. Para la NEM, el argumento anterior ignora el hecho de que los bancos desempeñan una función benéfica desde el punto de vista social al transformar activos ilíquidos en obligaciones líquidas (además de transformar los activos en términos de madurez). De esta manera, un encaje del 100 por ciento imposibilita dicha actividad.

NUEVO MONETARISMO Y NUEVO KEYNESIANISMO

La NEM enfatiza los fundamentos microeconómicos de instituciones como el dinero, bancos y otros intermediarios financieros que facilitan el

proceso de intercambio. Lo anterior implica que la tenencia de saldos monetarios positivos por parte de los individuos resulta endógena. Esta última es una característica ausente en los modelos de tradición Neo-Keynesiana debido a que no incorporan dinero o hacen uso de enfoques como el dinero en la función de utilidad (MIU) o mediante el requerimiento de dinero por adelantado (*cash in advance*).

Este énfasis de la NEM en el rol del dinero contrasta con el nuevo keynesianismo. Como señalan Gertler, Galí y Clarida (1999), y Woodford (2003), dicha teoría se centra en la política monetaria como mitigadora de fricciones generadas por la rigidez temporal en los precios nominales. La referida rigidez es concebida como la principal fricción y aquella que genera a su vez los efectos no-neutrales de la política monetaria. Adicionalmente, ignora las fricciones de demanda por dinero (intercambio monetario) y las fricciones financieras, entre otras.

Cabe señalar que un rasgo distintivo del nuevo keynesianismo está en la especificación de la tasa de interés como el instrumento de política monetaria y en la determinación de la cantidad de dinero que sea consistente con la implementación de dicha tasa. Una razón de lo anterior está en que, en la práctica, los Bancos Centrales han venido restando protagonismo a los agregados monetarios en la implementación de política. Por otro lado, desde el punto de vista conceptual, cuando un agregado monetario es adoptado como instrumento de política, *shocks* de considerable magnitud sobre la demanda por dinero generan, a su vez, una elevada volatilidad de las tasas de interés, lo cual se traduce en una mayor variabilidad, *ceteris paribus*, de la demanda agregada.

En los modelos de tradición Neo-Keynesiana, la referida irrelevancia del dinero se construye mediante funciones de utilidad aditivamente separables en consumo y saldos monetarios reales, a pesar de que el dinero es un activo que no paga interés a quienes lo poseen. Ante esto, se suele hacer referencia a que el dinero provee servicios facilitadores de transacciones a sus propietarios. De esta manera, los modelos actuales involucran alguna especificación de costos de transacción que la tenencia de dinero ayuda a reducir. No obstante, no se dispone de un argumento sólido para que las preferencias sean aditivamente separables. Woodford (2003) menciona que, si el dinero provee un retorno no pecuniario que lo hace útil en las transacciones, adquiere sentido que el beneficio marginal de una mayor tenencia (real) de dinero debería depender del volumen del consumo realizado, de tal manera que el consumo y los saldos monetarios reales sean complementarios. Esta última implicancia es incompatible con la separabilidad de la función de utilidad.

Por su parte, McCallum (2013) evalúa la significancia cuantitativa de varios modelos con dinero y concluye que esta es muy baja, por lo que sostiene que no hay evidencia suficiente que sustente su incorporación en la teoría Neo-Keynesiana.

De otro lado, una característica importante de los modelos Neo-Keynesianos es la curva de Phillips de corto plazo (Curva de Phillips Neo-Keynesiana) que muestra una asociación explotable entre inflación y actividad económica en el corto plazo. Por lo general, esta curva se vuelve vertical cuando se analiza el estado estacionario, es decir, al largo plazo. A diferencia del enfoque Neo-Keynesiano, la NEM puede generar una Curva de Phillips de largo plazo, entendida como una relación negativa entre inflación y desempleo. Dicha relación es, en principio, susceptible de ser explotada en el largo plazo. Incluso es posible lograr un menor desempleo permanentemente al permitir una inflación anticipada que sea mayor, lo cual es acorde con los lineamientos Neo-Keynesianos.

CONCLUSIONES

En la actualidad, el esquema Neo-Keynesiano estándar en el análisis de política monetaria ha dejado de tener preponderancia debido a la crisis financiera internacional que enfrentó el mundo en años recientes. Hasta antes de la crisis, el modelo canónico Neo-Keynesiano podía prescindir del sistema financiero. Hoy en día, la introducción de conceptos tanto del lado de los activos como de los pasivos de los balances de las entidades financieras es crucial para el análisis de las políticas monetarias convencionales y no convencionales. Es más, resulta de suma importancia la modelación de las actividades interbancarias pues constituyen una fuente de donde pueden surgir inestabilidades financieras.

En este estado de cosas, los conceptos de la NEM pueden ayudar a un mejor entendimiento de la macroeconomía y el sistema financiero en su conjunto.

REFERENCIAS

- **Friedman, Milton.** 1960. A Program for Monetary Stability. New York: Fordham University Press.
- **Gertler, Mark, Jordi Galí, y Richard Clarida.** 1999. "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective." *Journal of Economic Literature* 37 (4): 1661-1707.
- **Lagos, Ricardo, y Randall Wright.** 2005. "A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis." *Journal of Political Economy* 113 (3): 463-484.
- **McCallum, Bennett.** 2013. "El Rol del Dinero en Modelos-Nekeynesianos.", Banco Central de Reserva del Perú - Revista Estudios Económicos (25): 29-38.
- **Sargent, Thomas. J., & Neil Wallace.** (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5 (3): 1-17.
- **Williamson, Stephen D.** 2012. "Liquidity, Monetary Policy, and the Financial Crisis: A New Monetarist Approach." *American Economic Review* 102 (6): 2570-2605.
- **Williamson, Stephen D., y Randall Wright.** 2010. "New Monetarist Economics: Methods" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Mayo: 265-302.
- **Williamson, Stephen D., y Randall Wright.** 2010. *New Monetarist Economics: Models*. Vol. 3, cap. 2 de *Handbook of Monetary Economics*, editado por Benjamin M. Friedman y Michael Woodford, 25-96. Elsevier.
- **Woodford, Michael.** 2003. *Interest and Prices*. Princeton University Press.